

总量研究

消失的欧洲“滞胀”？

——解构欧洲系列——

要点

核心观点：2022 年，地缘政治形势紧张等因素冲击下，欧洲通胀持续走高，增长加速放缓。美联储持续快速收紧货币政策，又迫使欧洲央行跟随收紧流动性，进一步加剧了欧洲经济的衰退预期，金融市场表现出股债双杀的“滞胀”交易特征。然而，2022 年四季度以来，欧元区经济表现显著好于各方预期，消费者通胀见顶回落，金融市场也已走出“滞胀”交易。

向前看，在供应链压力显著回落，能源供应冲击缓和的背景下，欧元区经济增长展现出较强韧性，衰退风险明显减小，但延迟效应导致短期内通胀压力依然强劲。欧洲央行将会更加聚焦于对抗通胀，加息节奏、终点利率以及维持高利率的时长将更显鹰派，考虑到美国同样面临强就业下的高通胀，全球流动性收紧的不确定性仍将放大金融市场波动，美元指数的波动也会进一步加大。

经济增长：能源供应冲击缓解，增长前景显著改善，衰退风险明显减小

在供应链压力显著回落，能源供应冲击趋于缓解的背景下，欧元区经济增长展现出较强韧性，衰退风险明显减小。投资端，商业投资还在放缓，但是企业投资信心已经开始修复，主要拖累来自于住宅投资。消费端，家庭消费在 2022 年四季度依然表现疲软，但消费者的可支配收入、家庭财务预期和消费信心都开始呈现修复态势。外贸端，欧元区进、出口增速差 2022 年四季度开始收敛，贸易逆差显著收缩，随着能源价格的回落和供应链扰动的减弱，贸易前景有望继续改善。从综合信心指数来看，欧盟委员会、Sentix 和 CEIC 等编制的欧元区经济景气指数，均已出现一定程度的回升，IMF 等组织纷纷上调了欧洲经济增长预期。

通货膨胀：能源补贴和价格回落主导通胀回落，但短期内通胀压力依然强劲

在财政补贴、能源价格回落和基数效应的推动下，欧元区消费者通胀已经进入回落通道，但考虑到前期增加的生产成本仍在向终端商品蔓延，短期内的通胀压力依然强劲。数据显示，1 月份欧元区 HICP 为 8.6%，环比降低 0.6 个百分点，较 2022 年 10 月高点下行 2.0 个百分点，贡献主要来自于能源价格的大幅下行。

同时，1 月份欧元区核心 HICP 保持在 5.3%，非能源工业制品的通货膨胀率上升到 6.7%，服务通货膨胀率维持 4.4%，供应链压力和疫情防控的延迟效应，仍在推高部分商品和服务价格。另外，在强劲劳动力市场的支持下，工资增长存在较强支撑，薪资压力正在加强。因而，欧元区消费者通胀虽然已经开始回落，但短期内的通胀压力依然强劲。

基于调查和市场交易数据测算的欧元区长期通胀均在 2% 左右，但对 2023 年 HICP 的回落幅度存在较大分歧，总体认为 2023 年 HICP 仍将维持高位。

市场影响：增长韧性拖累通胀回落，加息难言尾声

欧洲作为全球需求的主要贡献者，其经济衰退风险的减弱，将减弱全球经济放缓的趋势，尤其是将改善我国对外贸易预期。同时，在较有韧性经济增长的支撑下，欧洲央行将会更加聚焦于对抗通胀，加息节奏、终点利率以及维持高利率的时长有望更加激进，对于全球资本流动和金融市场将会产生更多扰动，美元指数的波动也会进一步加大。

风险提示：欧洲能源供应冲击加剧；全球经济放缓超预期。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004
021-52523802
liuwh@ebsecn.com

相关研报

YCC：日本银行与金融市场的对决——流动性洞见系列十二（2023-01-18）

欧债危机 2.0：市场在担忧什么？——流动性洞见系列十一（2022-11-07）

美元指数何时有望见顶？——光大宏观周报（2022-09-25）

人民币汇率急贬，未来怎么走？——流动性洞见系列十（2022-09-05）

超常态的资金利率还能维持多久？——流动性洞见系列九（2022-08-18）

LPR 下行空间多少：投资回报率的视角——流动性洞见系列八（2022-06-30）

房地产的涟漪效应：经济增长、融资与就业——流动性洞见系列七（2022-05-24）

中美利差倒挂，人民币汇率怎么走？——流动性洞见系列六（2022-04-11）

如何宽信用：空间、方向、节奏——流动性洞见系列五（2022-03-31）

区域失衡上篇：资金往哪里流淌——流动性洞见系列四（2022-01-25）

当我们谈及流动性的时候，我们在说什么——流动性洞见系列三（2021-12-23）

人民币汇率见顶了吗？——流动性洞见系列二（2021-12-06）

周期不止，宽松不息——光大宏观周报（2021-12-05）

美国货币政策外溢的三重预期差——流动性洞见系列一（2021-11-21）

为什么我们认为四季度可能会降息——货币政策前瞻系列四（2021-07-22）

通过构建月度宏观杠杆率，我们如何判断货币政策？——货币政策前瞻系列一（2021-04-22）

目 录

1、“滞胀”交易淡出欧洲市场	4
2、欧洲“滞胀”担忧从何而来?	4
3、欧洲“滞胀”渐行渐远?	6
4、欧洲如何影响全球经济和金融市场?	13
5、风险提示.....	14

图目录

图 1：欧元区股票和债券市场年后走出“滞胀”交易	4
图 2：欧洲主权债务风险定价已显著回落	4
图 3：欧盟能源进口高度依赖俄罗斯	5
图 4：食品和能源是推升欧元区消费者通胀的主要因素	5
图 5：欧元区产能利用率持续下行	6
图 6：高能源依赖型工业生产显著萎缩.....	6
图 7：2022-23 年冬季德、法平均气温略高于 2021-22 年冬季	7
图 8：欧盟成员国天然气的使用量降至近年来中性水平	7
图 9：欧盟成员国天然气储气量升至近年来较高水平	7
图 10：欧洲各国天然气储备普遍处于较高水平	7
图 11：欧洲天然气价格已经显著下行至俄乌冲突前水平	7
图 12：德国电力价格已接近俄乌冲突前水平.....	7
图 13：欧元区工业生产预期正在改善.....	8
图 14：欧元区住宅投资预期仍然较为低迷	8
图 15：消费者和零售商预期均在改善.....	9
图 16：欧元区家庭和企业贷款利率显著上行.....	10
图 17：家庭贷款增速自 2022 年下半年以来持续下行	10
图 18：欧元区非金融企业贷款增速开始收缩.....	10
图 19：欧元区银行大幅收紧对企业和家庭的信贷标准	10
图 20：欧元区进出口增速的分化程度已经开始收敛.....	11
图 21：欧元区商品贸易逆差开始收敛.....	11
图 22：欧盟委员会编制的欧元区经济景气指数已经开始修复	11
图 23：Sentix 欧元区经济指标显著改善.....	11
图 24：能源价格回落驱动欧元区通胀持续下行	12
图 25：基于调查的通胀预期和基于市场测算的通胀补偿	12
图 26：欧盟委员会预计布伦特原油价格将继续下行.....	12
图 27：欧盟委员会给出的欧元区 HICP 下降预测路径.....	12
图 28：欧美预期利差再度走阔	13
图 29：利差预期变动推动美元指数止跌回升.....	13
图 30：欧洲创造了约四分之一的全球实际产出	14
图 31：欧洲贡献了约四成的全球商品贸易需求	14

图 32：全球场外外汇交易合约中约 30.5%为与欧元相关的合约	14
图 33：欧元区外投资者持有欧元区约 12.8 万亿欧元的证券资产	14

1、“滞胀”交易淡出欧洲市场

经济表现超预期，驱动“滞胀”交易淡出欧洲市场。2022年以来，受地缘政治形势、能源短缺和全球流动性收紧等因素影响，欧洲在通胀持续走高的背景下，经济增长也在加快放缓。同时，美联储持续大幅收紧货币政策，又推动欧洲央行不得不跟随大幅收紧流动性，进一步加剧了欧洲经济的衰退预期，金融市场表现出股债双杀的“滞胀”交易特征，并且出于对欧元区边缘国债务偿还能力的担忧，意大利、希腊等国主权债务 CDS 利差显著上行。

然而，2022 年四季度以来，欧元区经济表现显著好于预期，通胀见顶回落，国际货币基金组织、欧盟委员会等组织，纷纷上调了欧元区经济预期，金融市场定价也逐渐走出“滞胀”交易，股票指数大幅修复，债券收益率呈现窄幅震荡态势。

图 1：欧元区股票和债券市场年后走出“滞胀”交易



资料来源：彭博，光大证券研究所

数据截至 2023 年 2 月 24 日

图 2：欧洲主权债务风险定价已显著回落



资料来源：彭博，光大证券研究所

数据截至 2023 年 2 月 24 日

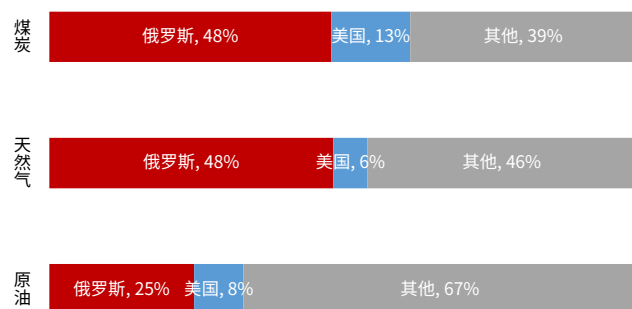
那么，前期金融市场为何担忧欧洲经济会走向“滞胀”，又为何逐渐淡出“滞胀”交易，欧洲经济和金融市场趋于稳定，又会如何影响全球经济和金融市场？

2、欧洲“滞胀”担忧从何而来？

地缘政治形势急剧变化是压垮欧洲的最后稻草。疫情以来，欧美大规模的货币宽松和财政刺激，以及供应链紧张，导致全球大宗商品价格大幅上行并维持高位，但相关因素的边际冲击在 2021 年末已经渐近尾声，能源等大宗商品价格本有望在 2022 年逐步企稳回落。但在 2022 年 2 月 24 日，俄罗斯意外地对乌克兰开展特殊军事行动，再度加剧了能源和粮食价格上行动力。

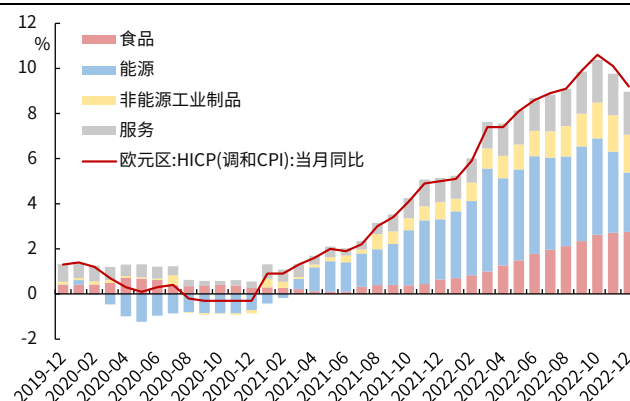
欧元区的能源自给率相对较低，欧盟统计局报告显示，欧元区超过 60% 的能源依赖于进口，其中，固体燃料、天然气和原油的最大进口来源均为俄罗斯。在俄乌冲突发生后，欧美相继对俄罗斯能源出口实施制裁措施，能源价格持续上行，显著提升了欧洲的生产和生活成本。同时，能源短缺导致欧洲制造业产能大幅收缩，生产的萎缩进一步导致了生活成本上行。

图 3：欧盟能源进口高度依赖俄罗斯



资料来源：欧盟统计局，光大证券研究所；数据为 2021 年的欧盟能源进口结构。

图 4：食品和能源是推升欧元区消费者通胀的主要因素



资料来源：彭博，光大证券研究所；数据截至 2022 年 12 月。

地缘政治形势同样是欧洲经济收缩的主导因素。在能源短缺和成本上行等多重因素的冲击下，欧元区实际 GDP 季调环比增速，从 2022 年二季度的 0.9% 大幅下行至三季度的 0.3%，并于四季度进一步下行至 0.1%。

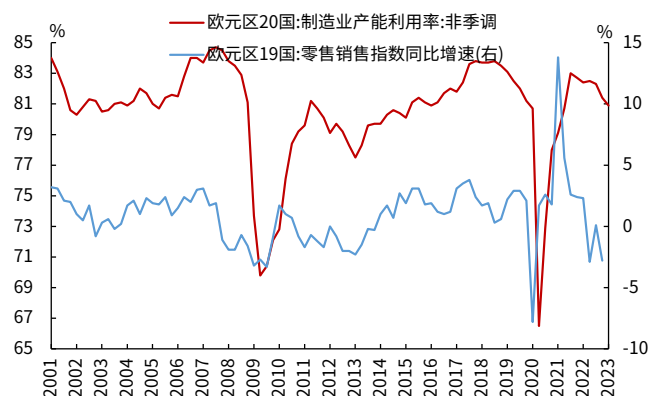
一则，能源供应冲击导致欧元区制造业产能大幅收缩。俄乌冲突发生以来，随着欧美对俄罗斯能源出口制裁和俄罗斯反制裁的升级，欧元区能源供需逐渐失衡。面对能源缺口的不断扩张，欧元区采取了优先保障居民用能，限制部分工业产能的措施。数据显示，欧元区制造业产能利用率，自 2022 年一季度开始便持续下滑，2023 年一季度已下滑至近十年均值水平附近。

二则，高通胀压抑欧洲经济体的支出和生产。生产者和消费者通胀持续维持在较高水平，也在不断压抑生产企业和消费者的信心。一方面，在薪资涨幅有限的背景下，消费者通胀的不断走高，意味着居民实际可支配收入被持续侵蚀；另一方面，不断飙升的成本压力也使得生产企业主动收缩产能，特别是能源密集型产业。数据显示，2022 年末较 2021 年末，欧元区企业投资和居民消费信心指数，分别下行了 34.5 点和 12.9 点，目前均处于近十年来较低水平。

三则，融资成本的持续走高进一步抑制投资和消费扩张。地缘政治形势恶化带来的欧洲能源短缺、能源和粮食价格上行等因素，导致欧元区和英国等经济体通胀持续维持高位，欧洲央行和英国央行不得不持续大幅收紧货币政策，以确保利率达到足够的限制性水平来抑制通胀。但随着时间的推移，较高的融资成本，也将抑制企业投资和居民消费支出，以及融资意愿，进而对经济增长产生收缩效应。

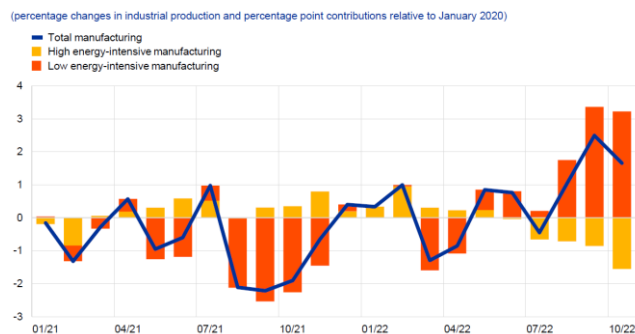
四则，能源等大宗商品价格上行，显著恶化了欧元区的贸易条件。欧元区能源等资源品的对外依存度较高，随着能源补库以及能源价格的持续上行，欧元区进口增速持续高于出口增速，贸易差额逐渐由顺差逆转为逆差，并且持续走阔，拖累欧元区经常账户由净流入转为净流出。欧盟统计局的数据显示，2022 年欧元区进出口增速差全年平均约 18.8 个百分点，贸易条件的持续恶化，也从外部部门拖累了欧元区的经济增长。

图 5：欧元区产能利用率持续下行



资料来源：欧盟统计局，光大证券研究所；产能数据截至2023年一季度，零售数据截至2022年四季度。

图 6：高能源依赖型工业生产显著萎缩



资料来源：欧盟统计局，光大证券研究所；数据截至2022年10月。图中数据为各个工业部门相对2020年1月的增长率，黄色表示高能源依赖的工业，橘色表示低能源依赖的工业，单位为%。

3、欧洲“滞胀”渐行渐远？

增长方面，能源供应冲击趋缓，供应链压力显著回落，欧元区经济增长展现出较强韧性，欧盟委员会、IMF 等组织纷纷上调了欧洲经济增长预期。同时，考虑到俄乌冲突、能源供应和成本压力的不确定性仍未完全消除，欧洲经济仍然面临浅衰退风险。

俄乌冲突发生后，欧元区能源供应受到明显扰动，推升天然气、原油和固体燃料价格大幅上行，德国电力季度均价一度上行至 376 欧元/兆瓦时，对能源依赖型产业的产能造成了显著拖累，叠加疫情扩散造成的全球供应链压力，国际组织多预测欧元区经济增长将会于 2023 年陷入深度衰退。

为应对能源短缺带来的增长衰退挑战，欧盟主导建立了一系列减少能源消耗的政策措施，减少了欧盟约 15% 的天然气需求和 5% 的电力需求¹。同时，2022 年 11 月以来，欧洲各国冬季的平均气温相较于往年处于较高水平，欧洲的能源消费量相较于往年同期进一步下降。在冬季来临之前，欧洲各国已经储备了较为充足的天然气，ALSI 数据显示，2022 年 10 月 31 日，欧盟成员国总体天然气储气率便已达到了 95%²。

在需求大幅收缩和库存充裕的背景下，2022 年 11 月至 2023 年 1 月，欧盟天然气库存水平持续位于 2017 年来同期最高水平附近，欧洲市场的天然气和电力价格大幅收缩至俄乌冲突之前的水平，能源短缺对经济增长的冲击，显著弱于此前各方预期。欧盟于 2 月 13 日发布的经济预测报告显示，“尽管有能源冲击和随之而来的创纪录的高通货膨胀，第三季度的经济放缓却比前期的估计要温和，欧盟经济在第四季度实现了广泛的停滞，而不是预期中的萎缩 0.5%”。

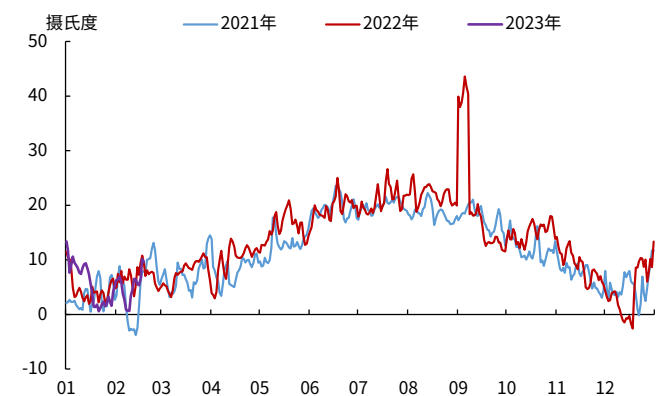
随着能源供应冲击的减弱，IMF 等组织纷纷上调了 2023 年度欧元区的经济预期，IMF 在 1 月的全球经济展望中，将欧元区的增长预期由 0.5% 上调至 0.7%；欧盟在 2 月的欧洲经济展望中，将欧元区的增长预期由 0.3% 上调至 0.9%；联合国和世界银行也分别在 1 月发布的全球经济展望中，给出了 0.1% 和 0.0% 的增长前景³。

¹ https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal/eu-action-address-energy-crisis_en

² 详见 2022 年 11 月 7 日外发报告《欧债危机 2.0：市场在担忧什么？——流动性洞见系列十一》。

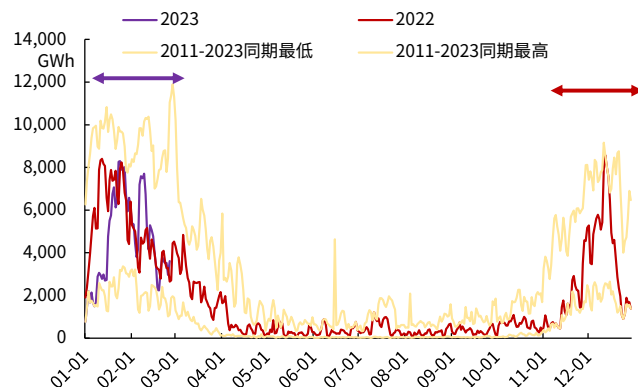
³ IMF 采用 PPP 测算经济总量，世界银行和联合国采用市场汇率测算经济增量，导致测算出来的数据会有较大差距。

图 7：2022-23 年冬季德、法平均气温略高于 2021-22 年冬季



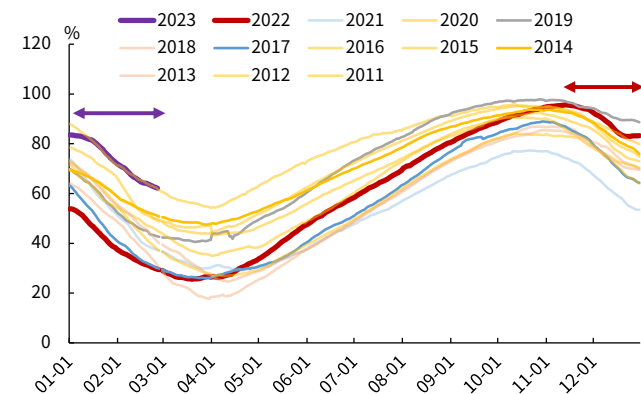
资料来源：Climate Prediction Center，光大证券研究所；数据说明：图中数据为德国和法国 20 个城市日平均气温的均值，数据截至 2023 年 2 月 18 日。

图 8：欧盟成员国天然气的使用量降至近年来中性水平



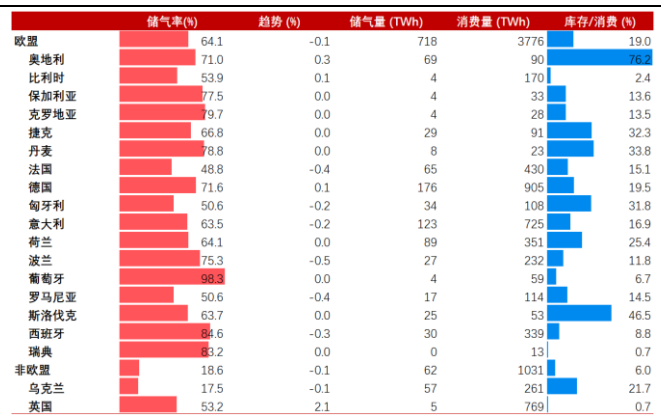
资料来源：欧盟统计局，光大证券研究所；数据说明：图中数据为欧盟天然气消耗量，数据截至 2023 年 2 月 26 日。

图 9：欧盟成员国天然气储气量升至近年来较高水平



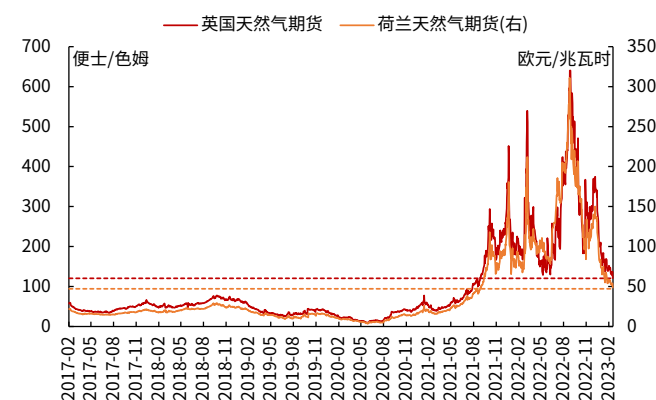
资料来源：欧盟统计局，光大证券研究所；数据说明：图中数据为欧盟天然气储气量，数据截至 2023 年 2 月 26 日。

图 10：欧洲各国天然气储备普遍处于较高水平



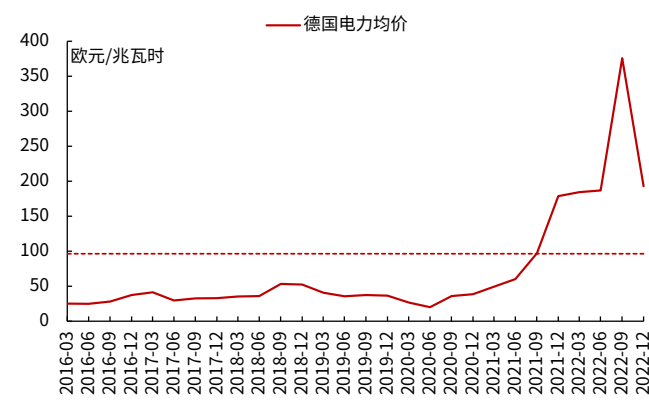
资料来源：欧盟统计局，光大证券研究所；数据说明：趋势为较上一日变动，数据截至 2023 年 2 月 10 日。

图 11：欧洲天然气价格已经显著下行至俄乌冲突前水平



资料来源：IPE，TTF，光大证券研究所；数据说明：虚线表示 2021 年平均价格水平，数据截至 2023 年 2 月 27 日。

图 12：德国电力价格已接近俄乌冲突前水平



资料来源：彭博，光大证券研究所；数据说明：虚线表示 2021 年平均价格水平，数据截至 2022 年 12 月。

投资端，欧元区的商业投资和住宅投资仍然较为疲软，商业投资信心已经开始修复，住宅投资信心受高利率等因素拖累仍将下滑。商业投资方面，欧元区制造业产能利用率，在经历连续三个季度的收缩后，2023 年一季度依然呈现收缩态势，但边际收缩幅度已经显著缩小。向前看，欧盟委员会的调查数据显示，欧元区工业生产和订单萎缩幅度已经开始趋于稳定，工业企业对未来产量的预期连续 4 个月呈现改善态势，工业信心和企业景气指数呈现改善态势。在摆脱能源短缺和供应链压力的冲击后，欧元区工业生产正在逐步修复，企业投资预期也有望随之持续改善。

图 13：欧元区工业生产预期正在改善

	边际变动	Y2023	Y2022												Y2021											
		M1	M12	M11	M10	M9	M8	M7	M6	M5	M4	M3	M2	M1	M12	M11	M10	M9	M8	M7	M6	M5	M4	M3	M2	M1
投资信心指数	3.5	-17.5	-21.0	-30.9	-38.3	-31.8	-25.2	-26.4	-15.8	-22.6	-18.0	-7.0	16.6	14.9	13.5	18.3	16.9	19.6	22.2	29.8	28.1	21.0	13.1	5.0	-0.2	1.3
企业景气指数	0.1	0.7	0.6	0.6	0.8	0.8	0.8	1.1	1.4	1.3	1.6	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.7	1.6	1.6	1.7	1.5	1.3	1.0	0.5	0.2	0.0
工业信心指数	1.9	1.3	-0.6	-1.3	-0.6	0.1	1.3	3.3	6.8	5.8	7.1	8.3	13.9	13.5	14.4	14.0	14.5	14.1	13.5	13.9	11.3	8.8	6.8	3.6	0.2	-2.6
生产趋势	-0.8	-0.4	0.4	-4.3	0.1	0.8	-1.0	2.8	7.7	3.7	6.3	10.3	13.1	14.0	13.6	9.8	11.6	9.3	11.6	17.0	13.0	11.4	14.4	9.8	5.0	3.6
订单评估	-0.1	-2.4	-2.3	-2.7	0.0	1.0	0.9	5.2	9.4	7.5	12.8	13.7	14.4	13.7	14.1	14.1	12.1	11.3	10.7	12.0	9.2	4.5	-0.9	-7.1	-12.5	-14.1
库存评估	-2.4	7.3	9.7	8.5	7.5	5.0	5.5	1.5	-1.0	-1.2	-1.2	-4.7	-5.2	-4.2	-6.7	-4.4	-7.2	-5.8	-6.6	-7.3	-4.0	-3.4	-3.2	-1.9	0.6	2.1
产量预期	3.4	13.6	10.2	7.3	5.6	4.1	8.6	6.2	10.0	8.6	7.3	6.4	22.0	22.4	22.3	23.5	24.3	25.2	23.2	22.4	20.7	18.6	18.0	15.9	13.7	8.6

资料来源：欧盟委员会，Sentix，光大证券研究所；数据单位均为%，统计区域为欧元区 20 国。

住宅投资方面，在经历连续两个季度的下降后，2022 年四季度的住房投资仍然疲软。从建筑业的营建产出增速来看，2022 年 10 月和 11 月营建产出增速环比改善，但 12 月再度大幅走弱，欧洲央行估计 2022 年四季度住房投资大致呈现停滞态势。

向前看，企业端来看，建筑活动的领先指标，建筑许可证数量，在 2022 年三季度进一步下降，预示着在建新项目仍在持续收缩。同时，住宅建筑产出 PMI，由三季度 44.4 的均值水平进一步收缩至四季度的 40.8；欧盟委员会的建筑调查显示，建筑活动的趋势指数在今年 1 月保持低迷，建筑业的短期前景依然较为疲弱。居民端来看，欧洲央行和欧盟统计局调查显示，在融资条件持续收紧的情况下，家庭对住房市场的看法不断恶化，住宅投资需求不断走弱。总的来说，需求的减弱在短期内应继续对住房投资产生影响。

图 14：欧元区住宅投资预期仍然较为低迷

	边际	Y2023	Y2022												Y2021											
--	----	-------	-------	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	-------	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52780

